

Investment Essentials

26. September 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

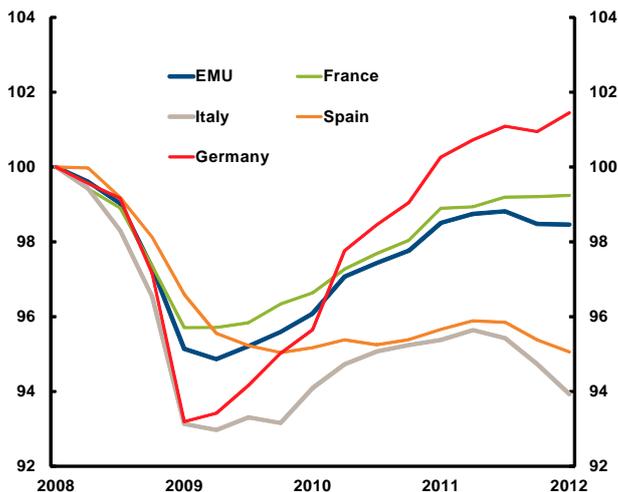
Kann Deutschland im Alleingang wachsen? (Teil 1)

Zentrale Punkte

von
Maxime ALIMI

Abbildung 1:
Erholungsprozess divergiert in EWU-Ländern

Real GDP levels across the eurozone
index, Q1 2008 = 100



Quelle: Eurostat, AXA IM Research

- Die Eurokrise und die Schaffung von Mechanismen zur Vergemeinschaftung von Schulden werfen die Frage auf, ob der wirtschaftliche Nutzen der Währungsunion aus deutscher Sicht die Fiskalkosten noch aufwiegt.
- Wir bemühen uns hier um eine Einschätzung, inwieweit das deutsche Wachstum sich in den nächsten Jahren von der Region entkoppeln könnte. In dieser Ausgabe diskutieren wir ausländische Wachstumstreiber; in einem weiteren Artikel werden wir uns mit inländischen Impulsgebern beschäftigen.
- Deutschland dürfte aufgrund von Diversifizierungsvorteilen auch weiterhin von einer steigenden Auslandsnachfrage profitieren, trotz Rezession in Europa.
- Dabei stellen ein Auseinanderbrechen der EWU und die Rückkehr zu den Altwährungen die größte Gefahr dar.

Ist Entkopplung ein deutsches Konzept?

Seit Ende 2009 erlebt der Euro-Raum seine bisher schärfste Krise seit Beginn des europäischen Integrationsprozesses Anfang der 1950er Jahre. Ein beispielloser Marktdruck auf Staatsschuldner hat die Debatte zu Themen wie Fiskalunion, Bankenunion und letztendlich politische Union angeheizt. In der Vergangenheit ging die Diskussion der weiteren Integration stets Hand in Hand mit dem Streben nach Erweiterung. Das Thema ist zwar noch nicht vom Tisch, wird aber zunehmend von der Frage nach einer *Verkleinerung* der Union verdrängt.

Bei der heftigen Debatte über die letztendliche Größe und Form des Euro-Raums sticht Deutschland aus mehreren Gründen hervor: Erstens hat das Land eine vergleichsweise geringe Verschuldung und fungiert als haushaltspolitisches Beispiel für andere EWU-Mitglieder. Zweitens schultert Deutschland im Rahmen der Rettungsmechanismen die größte Last und damit auch das größte Risiko und drittens erscheinen Deutschlands Rahmendaten tragfähiger als die anderer EWU-Länder.

Das wirft bei Beobachtern im In- und Ausland die Frage auf: Inwieweit ist europäische Solidarität im deutschen Interesse? Wiegt der wirtschaftliche Nutzen der Währungsunion immer noch die Kosten einer Vergemeinschaftung von Schulden auf?

Es ist sicher nicht an uns, diese Fragen zu beantworten. Wir wollen hier ein damit zusammenhängendes Thema untersuchen, nämlich inwieweit Deutschland sich in den nächsten zwei, drei Jahren vom Rest der Eurozone abkoppeln und trotz des rezessionären Umfelds in einigen seiner Nachbarländer auf Wachstumskurs bleiben kann.

Wir werden diese Frage anhand verschiedener Faktoren behandeln, wobei wir zwischen ausländischen Wachstumstreibern (Auslandsnachfrage) und inländischen Impulsgebern differenzieren. **In diesem ersten Artikel schauen wir uns den Außensektor genauer an und untersuchen inwiefern Deutschland weiterhin von der wachsenden Auslandsnachfrage profitieren könnte.**

Warum es auf den Export ankommt

Das kräftige Wirtschaftswachstum der vergangenen drei Jahre in Deutschland ist vor allem dem Außensektor zu verdanken. Seit sie im ersten Quartal 2009 die Talsohle erreichte, hat die reale Wirtschaftsleistung bis Q2 2012 um 9,2 % zugelegt. Davon entfallen 4,3 Prozentpunkte auf den Nettohandel. Das bedeutet, dass der **Aufschwung knapp zur Hälfte von den Ausfuhren getragen wird**. Tatsächlich hat der Export einen ungewöhnlich hohen Anteil am deutschen BIP: 50 % in 2011, also deutlich mehr als in vergleichbaren Ländern (27 % in Frankreich, 31 % in Großbritannien, 13 % in den USA und 16 % in Japan). 2011 belief sich der Handelsbilanzüberschuss auf beachtliche 6,3 % des BIP, lag aber unter dem Topwert von 2007.

Der Außenhandel ist auch auf mikroökonomischer Ebene für das deutsche Wachstum wichtig: **Die Exporte sind eine der Einflussgrößen für Unternehmensinvestitionen**. Angesichts des unverhältnismäßig hohen Anteils der Exporte an der Volkswirtschaft und der Tatsache, dass die deutschen Ausfuhren größtenteils auf Güter und nicht auf Dienstleistungen entfallen, korreliert das Exportwachstum seit jeher eng mit Investitionen in Sachanlagen (*Abbildung 2*).

Abbildung 2
Exporte treiben Unternehmensinvestitionen



Quelle: Destatis, AXA IM Research

Addiert man den Beitrag der Unternehmensinvestitionen von 1,2 Pp. zum Beitrag des Nettohandels am BIP-Zuwachs, zeigt sich deutlich, wie

abhängig die deutsche Wirtschaft von der Auslandsnachfrage ist.

Alle kaufen deutsch

Wer die deutschen Handelspartner sind, ist in diesem Kontext von entscheidender Bedeutung. Handelt es sich dabei vor allem um die EWU-Nachbarländer, sind die Aussichten für die nächsten zwei, drei Jahre eher trübe. Gehen die Ausfuhren dagegen in die Schwellenländer, könnten sie sich als stabiler erweisen.

Die Daten sind – je nachdem, ob man auf das aktuelle Niveau oder die Zuwachsraten abstellt – uneinheitlich. Im Hinblick auf das aktuelle Niveau sind die deutschen Exporte vor allem auf Europa ausgerichtet: **2011 gingen 42 % der Ausfuhren in den Euro-Raum und 63 % in die EU allgemein.** Nur 28 % gingen in die Schwellenländer, davon 5 % nach China, auf das somit ein geringerer Anteil als z. B. auf die Niederlande entfällt (Abbildung 3).

Abbildung 3

Deutsche Exportpartner im Zeitablauf

Ausfuhrvolumen insgesamt (in % nach Wert)		
	2001	2011
Frankreich	11	10
Niederlande	6	7
Italien	7	6
Spanien	4	3
EWU insgesamt	44	42
EU insgesamt	64	63
USA	11	6
Japan	2	1
China	2	5
Russland	2	3
Indien	0	1
Brasilien	1	1
Emerging Markets insgesamt	19	28

Quelle: IMF, AXA IM Research

Etwas anders sieht es aus, wenn man die Daten dynamisch betrachtet. Von 2001 bis 2011 stiegen die deutschen Exporte nach Wert insgesamt um 144 % (9 % auf annualisierter Basis), wobei die EWU 61 Pp. bzw. die Schwellenländer 54 Pp. beitrugen. **Knapp 40 % des Exportwachstums entfiel im vergangenen Jahrzehnt auf die Emerging Markets**, also fast ebenso viel wie auf den Euro-Raum, während die USA und Japan kaum eine Rolle spielten.

Bemerkenswert ist auch, dass die deutschen Exporte weniger stark auf die Eurozone ausge-

richtet sind, als dies bei anderen EWU-Ländern der Fall ist. So entfallen in Frankreich 49 % der Ausfuhren, in Italien 43 % und in Spanien 54 % auf ihre EWU-Partner.

Ein Grund für das gute Abschneiden in den Schwellenländern ist die relativ hohe Einkommenselastizität der Nachfrage für deutsche Produkte. In einem Beitrag von 2006 wiesen Artus und Fontagné¹ nach, dass ein einprozentiger Zuwachs der Einkommen auf der Auslandsnachfrageseite zu einem 1,86%igen Anstieg der deutschen Ausfuhren führt. Die Einkommenselastizität in Frankreich, China und den USA beträgt dagegen nur 1,07 %, 1,35 % bzw. 1,59 %. **Im Vergleich zu anderen Ausfuhrländern weist Deutschland also eine höhere Fähigkeit auf, das globale Wachstum für sich zu nutzen und vom strukturellen Anstieg der Nachfrage an den Emerging Markets zu profitieren.**

Zauberwort Spezialisierung

Neben der geografischen Ausrichtung hängt die Leistungsfähigkeit des Außensektors auch vom Grad der Produktspezialisierung ab. **Deutschlands Spezialisierung auf Investitions- und Zwischengüter mit Schwerpunkt auf Hochtechnologiesektoren ist daher außerordentlich vorteilhaft.**

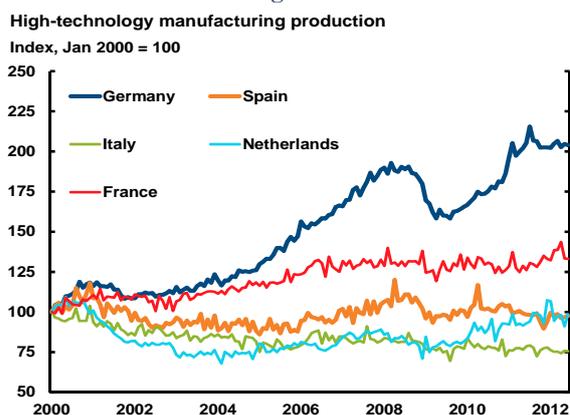
Dienstleistungen gelten für gewöhnlich als überlegene Handelsspezialisierung, weil der Wettbewerb in diesem Bereich bei gleichzeitig höherer Preismacht niedriger ist. Gleichwohl entfällt ein deutlich geringerer Anteil der deutschen Exporte auf diesen Sektor. 2011 machten Dienstleistungen nur 14 % der deutschen Exporte aus, in Spanien, Frankreich und Italien waren es 31 %, 22 % bzw. 20 %. Das liegt u. a. daran, dass der Tourismus in diesen Ländern eine größere Rolle spielt.

Was die Ausfuhr von Gütern betrifft, fällt auf, dass Deutschland sich hier stark von seinen europäischen Wettbewerbern differenziert und bei hochwertigen Industriegütern eine unangefochtene Führungsposition einnimmt. Seit dem Jahr 2000 hat sich die Produktion von High-Tech-Gütern in Deutschland volumenmäßig verdoppelt. In Frankreich stieg sie dagegen nur

¹ Artus und Fontagné, [Recent developments in French external trade](#), Conseil d'analyse économique, 2006

um 33 % und stagnierte weitgehend in Spanien, Italien und den Niederlanden (Abbildung 4).

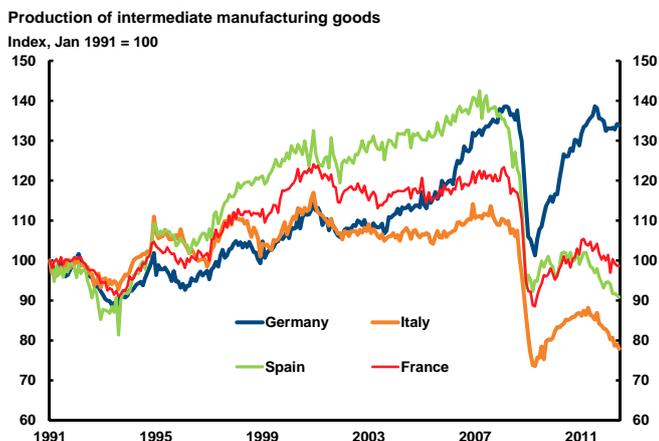
Abbildung 4
Deutschland in Technologiesektoren führend



Quelle: Eurostat, AXA IM Research

Diese Spezialisierung wird in den kommenden Jahren entscheidend sein. Zum einen reagieren die Technologiesektoren weniger sensibel auf zyklische Veränderungen: Die Firmen setzen ihre Investitionen in neue Technologien fort, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, auch wenn sie nicht in zusätzliche Produktionskapazitäten investieren. Zum anderen ist der Technologiesektor von hohem Wachstum und geringer Konkurrenz geprägt; für Abnehmer gibt es in der Regel nur wenig Alternativen. Darum hat sich die Produktion von Investitions- und Zwischengütern in Deutschland sehr viel stärker erholt hat als in vergleichbaren europäischen Ländern (Abbildung 5).

Abbildung 5
Deutsche Waren profitieren von Endnachfrage



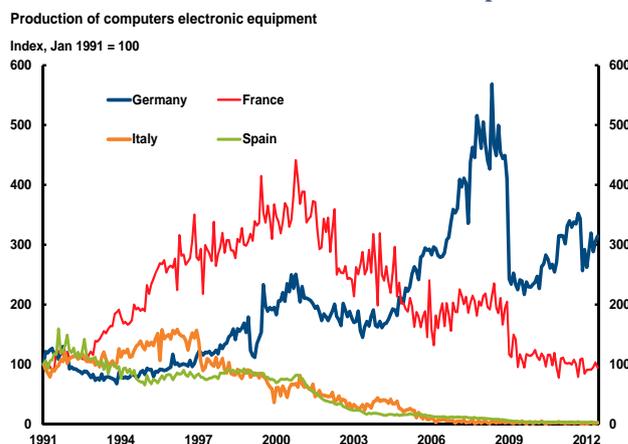
Quelle: Eurostat, AXA IM Research

Deutschland führt in mehreren Sektoren: Metallbau, Metallbehandlung und -verarbeitung, elektronische Komponenten und Leiterplatten, Computer und Kommunikationseinrichtungen sowie Kfz. Ein Blick auf die detaillierte Aufschlüsselung zeigt, dass das Argument sogar noch einen Schritt weiter geführt werden kann: **In einigen Sektoren, wie etwa Computerausrüstungen, haben deutsche Firmen ihre europäische Konkurrenz völlig aus dem Rennen geschlagen und beherrschen den Markt (Abbildung 6).**

Es ist nicht einfach, Spitze zu bleiben

Wie wahrscheinlich ist es aber, das deutsche Unternehmen ihren Wettbewerbsvorteil auch in den kommenden Jahren aufrechterhalten können? Wir meinen, die Chancen stehen gut. Ein Blick in den 2012-2013 Global Competitiveness Report² zeigt, wie robust die deutsche Wirtschaft auf breiter Front ist. *Abbildung 7* bietet einen Überblick über ausgewählte Indikatoren, die für die Wettbewerbsstärke des Außensektors von Bedeutung sind.³

Abbildung 6
Kaum mehr Konkurrenz in der EWU bei Computern



Quelle: Eurostat, AXA IM Research

Alles gut – bis auf eins

² Dieser jedes Jahr vom Weltwirtschaftsforum herausgegebene Bericht enthält eine umfassende Bewertung der weltweiten Wettbewerbsfähigkeit. Er kann [hier](#) in voller Länge eingesehen werden.

³ Im zweiten Teil, der sich mit heimischen Wachstumsfaktoren beschäftigt, werden wir die gebremste Lohnentwicklung als Treiber der Konkurrenzfähigkeit im Außenhandel diskutieren.

Insgesamt sind die Perspektiven für Deutschland gut. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass sich der laufende Globalisierungstrend in den nächsten Jahren umkehren wird; die Internationalisierung der Produktionsprozesse scheint ungebrochen. **Der globale Handel wächst daher strukturell schneller als das BIP, so dass ein anhaltender Rückgang des Welthandels wenig wahrscheinlich ist – selbst bei andauernder Stagnation in einigen EWU-Ländern.**

Insofern sind wir recht zuversichtlich, dass Deutschland auch in den kommenden Jahren von einem stetigen Wachstum der Auslandsnachfrage profitieren wird. Auch wenn einige europäische Märkte schrumpfen oder stagnieren, dürften deutsche Exporteure wegen der Art ihrer Produkte und der hohen geografischen Vielfalt der Wachstumsquellen weiterhin gut abschneiden.

Allerdings gibt es einen wichtigen Vorbehalt: **All das setzt implizit voraus, dass die Eurozone in den nächsten paar Jahren nicht von einem massiven strukturellen Schock erschüttert wird. Ein Auseinanderbrechen der Eurozone könnte indes einen solchen Schock auslösen.**

Der Europavertrag sieht keinen Austritt vor. Ein Land, das aus der Gemeinschaftswährung aussteigt, würde daher einen Sprung ins Ungewisse tun. Verlässt auch nur ein einziges Land die EWU, könnte potenziell das Devisenaufgeld, das es im innereuropäischen Handel so nicht mehr gibt, wieder *in der gesamten Region* gelten, entweder explizit, indem die Handelsverträge entsprechend um das Redenominierungsrisiko angepasst werden, oder implizit über Preise und Mengen.

Zu den Auswirkungen der Gemeinschaftswährung auf den Binnenhandel in Europa wurde bereits viel geschrieben. Die meisten Studien schätzen den Schubeffekt auf 10-15%.⁴ Wenn die deutschen Exporte in andere EWU-Länder in dieser Größenordnung fielen, würde das einen massiven Einbruch der deutschen Wirtschaft bedeuten. Eine einfache Regression seit 1990 deutet darauf hin, dass ein 10%iger Exportrückgang im Euro-Raum zu einem Rückgang der deutschen Wirtschaftsleistung um 1,5-2% führen würde. Hinzu kämen Zweittrundeneffekte, die die Einbußen noch verstärken dürften.

Wir gehen zwar davon aus, dass Griechenland die Eurozone verlassen wird, doch dieser Prozess muss nicht abrupt und ungeordnet ablaufen. Die Folgen für den Binnenhandel lassen sich nur sehr schwer abschätzen.

Abbildung 7
Bewertung der Wettbewerbsfähigkeit

Rangfolge (von 144 Ländern)	Gesamt	Technologische Absorption bei Firmen	Art der Wettbewerbsvorteile*	Ausgereiftheit der Produktionsprozesse	Innovationsfähigkeit	F&E-Ausgaben von Firmen	Kooperation Hochschulen/Industrie bei F&E	Brain-drain
Deutschland	6	16	4	3	3	4	11	23
Frankreich	21	35	15	19	10	19	33	50
Italien	42	104	11	28	28	32	65	115
Spanien	36	48	33	35	44	48	45	82
USA	7	14	18	11	7	7	3	5
Großbritannien	8	23	6	17	12	12	2	4
China	29	71	56	57	23	24	35	39
Japan	10	4	2	1	1	2	16	41

*Rohstoffkosten vs. einzigartige Produkte und Prozesse
Quelle: World Economic Forum, AXA IM Research

Fortsetzung folgt

Eine Analyse des Außensektors legt nahe, dass Deutschland sich durchaus von den anderen EWU-Ländern abkoppeln und selbst bei Stagnation im Euro-Raum von einer wachsenden Auslandsnachfrage profitieren könnte.

Die inländischen Faktoren, die Deutschlands Wirtschaftswachstum treiben, werden wir im nächsten Teil untersuchen, insbesondere das viel diskutierte Wiedererstarren der Konsumnachfrage sowie Immobilienpreise und die Aussichten für die Bauindustrie.

⁴ Siehe beispielsweise Frankel, [The estimated trade effect of the euro](#), NBER, Februar 2010

Our research on the internet

All our research is available on our website: <http://www.axa-im.com/en/research>

Our last two publications:

[Systemic risks fall – macroeconomic risks remain](#)

"Back to school" was particularly heated as major obstacles hindered the road. Luckily they have ameliorated. Consequently, we revisit our asset allocation and suggest upshifting equities one notch to a Neutral weighting at the expense of safe haven government bonds.

[France's public finances: squaring the circle](#)

The French government sticks to the 3% deficit target next year! To meet this ambitious target Laurence Devivier calculates that at least another €40bn are needed. Get ready for even higher taxes, whilst the government remains reluctant to lower public spending. Markets and rating agencies are watching.

This document is used for informational purposes only and does not constitute, on AXA Investment Managers Paris part, an offer to buy or sell, solicitation or investment advice. It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date.

Due to the subjective and indicative aspect of these analyses, we draw your attention to the fact that the effective evolution of the economic variables and values of the financial markets could be significantly different from the indications (projections, forecast, anticipations and hypothesis) which are communicated in this document.

Furthermore, due to simplification, the information given in this document can only be viewed as subjective. This document may be modified without notice and AXA Investment Managers Paris may, but shall not be obligated, update or otherwise revise this document.

All information in this document is established on data given made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers Paris disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document.

Furthermore, due to the subjective nature of these analysis and opinions, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis and/or opinions are not necessary used or followed by AXA IM Paris' management teams or its affiliates who may act based on their own opinions and as independent departments within the Company.

By accepting this information, the recipients of this document agrees that it will use the information only to evaluate its potential interest in the strategies described herein and for no other purpose and will not divulge any such information to any other party. Any reproduction of this information, in whole or in part, is unless otherwise authorised by AXA IM prohibited.

Editor : AXA INVESTMENT MANAGERS, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Cœur Défense Tour B La Défense 4, 100, Esplanade du Général de Gaulle 92400 Courbevoie, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826.